

摘要

对股市过度反应的研究始于八十年代中期，由西方学者德博特（De Bondt）和撒勒（Thaler）在“是否过度反应？”（Does the Stock Market Overreact?）一文中首先提出。判别一个市场存在过度反应基于以下两点基本假设：1，股票价格的超常变动会引致其随后的反方向变动；2，超常变动越大则回归调整越深。符合这两个假设的股价变动现象被称为“过度反应”现象。在具体的表现形式上过度反应是指由于某意料未及或戏剧性的事件引起股票价格的剧烈变动，超过预期的理论水平后，再以反方向修正的形式回归到其应有的价位上来的现象。

过度反应现象产生的原因我认为从根本上而言，首先是由于交易者不能在同时得到等量、等质的信息。其次是由于投资者并非真正意义上的完全理性——只是“半理性”的市场参与者；另外预期效应也是过度反应产生的重要原因。

本文在阐述了过度反应的理论概念、成因，并对过度反应理论之前人的研究成果进行综合性论述后，以降息为中心事件，通过对上海股市的各股从1995年1月1日至1998年12月6日的周收益率数据进行实证分析，实证研究结果显示上海股票市场对于降息事件存在过度反应现象，结论上倾向于沪市为非有效市场。

过度反应现象的研究是从一个侧面讨论市场的是否有效，如果存在过度反应，则市场是非有效市场。然本文在结论上倾向于沪市为非有效市场，但考虑到沪市的发展毕竟只有短短十年不到的时间，从原先的投机“搏傻”到以股票内在价值为核心的过度反应已经是一个不小的进步，显示出市场及投资者的日趋成熟。

关键词：过度反应，有效市场，赢家组合，输家组合

上海股票市场是否存在“过度反应”

第一部分 概论

1. 问题的提出

广大投资者是理性的吗？他们获得新信息后的交易行为所引起股票价格的变化是否符合贝叶斯¹（Bayes）定理？

根据“有效市场”理论所作出的回答是肯定的。“有效市场”理论认为证券市场上的有关信息对每个投

¹ 所谓贝叶斯定理即如果事件 A 与事件 B 是相互独立的话，则有 $P(AB) = P(A) * P(B)$ 。

都是均等的，每个投资者都能根据自己掌握的信息及时地进行理性的投资决策，任何投资者都不能获得超额收益。“有效市场”理论将证券市场上信息和价格的关系设想为这样一种情况，即市场上的投资者总是不断地收集有关证券的信息，包括国内外的政治、经济动态、行业发展状况、公司的经营和财务状况及发展前景等等。他们采用各种各样的办法迅速地处理这些信息，从而比较准确地判断有关证券的价格、收益率和风险程度。然而不同的投资者可能采用不同的分析方法处理信息，对同样的信息也可能存在不同的意见，从而作出不同的投资决策，有人高估价位，有人低估价位，但是由于任何人都不能操纵市场，并且所有投资者都是理性的，他们在信息处理方法和分析意见的差异不可能影响证券价格的系统性发展趋势，而只引起证券价格的随机波动。以在一个有效的证券市场上，由于信息对每个投资者都是均等的，任何投资者都不能通过信息处理获取超额收益。

针对前面提出的问题，与“有效市场”理论的观点相反，另一些研究者认为投资者获得新信息后的行为不完全符合贝叶斯定理，从而导致股票价格的变化不能完全有效的反映新的信息，即市场是非有效市场。F 尔（Russell）和撒勒（Thaler）²认为所谓理性的市场参与者并不是完全理性到可以在获得新信息之后作出理性的反应从而使市场达到平衡——因而可将其称之为半理性市场参与者。心理学的研究实践证实大多数人在对意想不到的或戏剧性事件时，其反应行为是违背贝叶斯定理的，他们大多趋向于“过度反应”。俗话说：“一朝被蛇咬，十年怕井绳”、“杯弓蛇影”，实际上正是生活中人们心理上的过度反应。在股票市场上，广大投资者在得知某一事件后，往往会对未来股价过于乐观，导致股价超涨；或者对未来股价过于悲观，导致股价超跌。经过一段时间消化之后，投资者能够合理评价、修正事件影响时，股价才会得到反向修正。由于过度的上涨或下跌而导致随后的反向调整是过度反应现象的典型表现。

本文试图从市场是否有效的角度，以实证方法为研究手段，并以央行近年来连续的降息为背景事件，分析上海股票市场是否存在“过度反应”现象及其对股票价格之变化所产生的影响。

2. 过度反应

“过度反应”理论基于以下两个假设：1、股票价格的超常变动会引致其随后的反方向变动；2、超常变动越大则回归调整越深。符合这两个假设的现象被称为过度反应现象。在具体的表现形式上过度反应是指某一预料未及（unexpected）和戏剧性（dramatic）的事件引起股票价格剧烈变动，超过预期的理论水平后，再以反向修正的形式回归到其应有的价位上来的现象。

“过度反应”是与所谓正常反应比较而言的。那么什么是正常反应或者说合适的“度”？随机漫步理论认为股价的变动是独立的，而与其他因素不相关，而且股价的变动符合某种概率分布。用公式表示即

$$P(t) = P(t-1) + \xi$$

其中 $P(t)$ 代表在 t 时刻证券的价格；

$P(t-1)$ 代表在 $t-1$ 时刻证券的价格；

ξ 代表一随机的价格变动；

或者说投资者在获得新信息后的交易行为所引起股票价格的变化是符合贝叶斯定理的，即信息与价格变化之间是相互独立的。

过度反应与投机、特别是与过度投机的概念既有联系又有区别。在通常意义下，投机是指通过预测将来价格的变化，以便在将来的某个时间进行出售（或再购入）并获得利益为目的的现时购入（或出售）行为。在过度投机下，投资者变得愿意承担在正常情况下不愿承担的风险，他们盲目的追涨杀跌，而不是基于股票的价格价值预测。由此可见，过度反应与过度投机的共同点都是表现为股票市价脱离了其内在价值，使得股价过

² T.Russell and R.Thaler, “The Relevance of Quasi-Rationality in Competitive Markets.” American Economic Review 75(1985), forthcoming.

者过低。但是从两者的内涵来看，过度反应与过度投机又有很大的不同。其最根本的区别在于，过度反应不仅强调在上涨阶段的超涨和下跌阶段的超跌，更重要的是在上涨之后的下调与在下跌阶段随后的反弹中表现反向修正，只有同时符合这两个条件才称之为过度反应，而过度投机则仅仅表现为超涨或超跌，并不在乎超跌之后的反应。此外，过度反应虽然有高估或低估股票内在价值的现象，但基本上仍然是建立在对股票价值预测的基础上；而过度投机则是置股票内在价值于不顾的“搏傻”行为。

我们知道，在一个有效市场中的投资者是不可能获得超常收益的，作为一种探究证券市场效率的方法，过度反应现象的研究采用的是事件研究法，通过对不同事件的研究可以分析市场是否有效并评价市场效率的高低。

1965年美国芝加哥大学著名教授法玛(Fama)在《商业期刊》上发表题为“股票市场价格行为”³一文。法玛注意到有关证券市场效率研究的两个问题：一是关于信息和证券价格之间的关系，即信息的变化如何引起价格的变动，“过度反应”研究以反证法论证了信息和证券价格之间的关系——当实际现象符合过度反应提出的两个假设条件时，市场是非有效市场；二是关于与证券价格相关的信息的种类，即不同的信息对证券价格的影响程度不同。在证券市场上，不同信息对价格的影响程度不同，从而反映了证券市场效率的程度因信息种类不同而异，1965年法玛将证券的有关信息分为三类：一是“历史信息”；二是“公开信息”；三是“内部信息”，而定义了三种不同程度的市场效率。按照法玛的定义，如果有关证券的历史资料（如价格、交易量等）对证券的价格变动没有任何影响，则证券市场达到弱型效率；如果有关证券公开发表的资料（如企业公布盈利报告、投资专业机构公开发表的资料等）对证券的价格变动没有任何影响，或者说证券价格已经充分、及时地反映了公开发表的资料，则证券市场达到半强型效率；如果有关证券的所有相关信息，包括公开发表的资料 and 内部信息对证券价格的变动没有任何影响，即证券价格已经充分及时地反映了所有有关的公开和内部信息，则证券市场达到强型效率。根据法玛对市场有效性程度的定义，如果我们采用不同类型的信息，利用“过度反应”的研究方法即可以对市场的有效程度进行检验，这是“过度反应”研究区别于其他研究方法的优势所在——即只采用不同类型信息影响下的股价变动样本，运用同一种研究方法即可判定市场是否有效及有效程度如何。“过度反应”研究的不足之处在于通过实证检验，如果股价变动样本满足其提出的两个假设条件的话，市场非有效，但当两个假设条件有一个不成立的话，并不能由此推论市场是否有效——即“过度反应”现象是非有效市场的充分条件而非必要条件。

3. 过度反应现象产生的原因

过度反应这种现象的产生从根本上而言，首先是由于交易者并不能在同时得到等量、等质的信息，其次是由于投资者并非真正意义上的完全理性——只是“半理性”市场参与者。由于机构大户具有其他交易者无法比拟的信息优势，同时他们又是市场信息的发布者和市场操作行为的领导者，他们的操作行为在市场上将会影响普通投资者操作策略的形成及对未来股价的预期，因此普通投资者对股票内在价值的判断和操作策略的形成难说会是独立形成而不受任何干扰的。当机构大户或专家股评家的言论或行为对大众的操作行为产生决定性影响时，出于对他们的信任或从众心理的驱使，大众的交易行为趋于一致，过度反应现象便产生了。投资者易受干扰的特性和从众心理的存在也证实了投资者并非是完全理性的。另外，预期效应也是过度反应产生的主要原因，因为并无充分的证据使我们相信新信息序列与时间序列是独立不相关的。在市场上的当有一连串好消息公布时，投资者往往更趋于相信后面还是好消息而不是坏消息；反之，在一连串坏消息公布后，投资者更相信后面还是坏消息而不是好消息。基于这种心理预期，投资者的操作行为易趋同，进而产生“过度反应”现象。

³ Fama, "The Behavior of Stock Market Prices." The Journal of Business (1965)

第二部分 理论回顾

凯恩斯(J.M.Keynes)是最早开始注意观察市场中过度反应现象的研究者之一：“日复一日现有投资中的浮动明显是由于一些短暂的、无意义的因素而导致对市场过度的、不合理的影响所造成的。”⁴同时，威廉姆(Williams)在《投资价值理论》中指出：“人们对价格的认识更多的是看中公司现有的赢利能力而忽视了其股息发放水平。”⁵之后，阿洛(Arrow)总结卡尼曼(Kahneman)和特瓦斯基(Tversky)的观点，提出

⁴ J.M.Keynes , The General Theory of Employment, Interest and Money. London: Harcourt Brace Jovanovich, 1964.

⁵ J.B.Williams , The Theory of Investment Value. Amsterdam: North-Holland, 1965.

度反应最明显的现象是当前信息对股票和期货市场的影响。”⁶阿洛指出过度波动的股票价格和不正常的市场是过度反应的两种现象。

自从八十年代中期德博特(Debondt)和撒勒开过度反应现象的实证研究先河后,综合国内外理论界对过度反应现象的研究,总体而言存在三大派别:

1. 过度反应学派

以德博特和撒勒为代表的学者认为证券市场存在过度反应现象,市场是非有效市场。德博特和撒勒也是最早对“过度反应”现象进行系统分析和研究的学者,他们运用实证分析方法,在采用“证券价格研究中心(Center for Research in Security Prices)月收益数据对美国股票市场进行统计计算后,发表了有关“过度反应”研究的经典之作“股票市场过度反应了吗?”⁷,在该文里他们以美国纽约证券交易所1926—1982年的证券数据为样本进行系统性的实证分析。德博特和撒勒把整个交易期间分为两段,前一段为组合形成期间,后一段为检验期间。在实证分析中他们先计算前一段的累积超常收益率,按照累积超常收益率为标准,从高到低排列以排前的35种股票和排后的35种股票分别组合成赢家组合和输家组合,然后再分别计算检验期内赢家组合和输家组合的平均超常收益率,并检验赢家组合和输家组合平均超常收益率之间的差距。根据过度反应假设,赢家组合的平均超常收益率应该小于零而输家组合的平均超常收益率应该大于零,即不应该有“强者恒强,弱者恒弱”的现象,这样才能反映出反向修正的趋向。实证检验结果证实股票收益率在过去的2-5年内表现最差(劣)的股票会在随后一段时间市场的调整中调高(调低)。他们认为这种“过度反应”现象违背了市场有效假设。德博特和撒勒猜测这种过度反应是由于市场对信息反应的非有效性造成的。

八十年代中期以后西方理财学界的专家学者们开始研究过度反应现象,并提出了各种反驳意见。针对不同的反驳意见,出于严谨的治学和对真理的探究,德博特和撒勒于1987年再次发表“股票市场季节性现象与投资者过度反应的进一步论据”⁸以支持自己提出的论点。

2. 非过度反应学派

另一类以法玛为代表的学者坚决捍卫市场有效性理论,认为证券市场不存在过度反应现象;

其中一部分学者针对德博特和撒勒在1985年提出的观点,撰文著说批驳其观点的局限性,坚决捍卫市场有效性假设。归纳而言主要有以下几种反驳意见:

- (1) 部分学者认为所谓过度反应是股价正常的季节性调整所造成的,即所谓的“一月效应”;
- (2) 所谓“过度反应”是由于组合中的公司的极端情况造成的,凯姆(Keim)⁹和林格那姆(Reinganum)更是认为过度反应是由于人们所熟知的股票的“规模效应”造成的;
- (3) 陈(Chan)¹¹认为由于CAPM模型中beta系数的改变和公司资产负债比例的改变所导致的股票反

⁶ K.J.Arrow, “Risk Perception in Psychology and Economics.” Economic Inquiry 20 (January 1982).

⁷ Werner.F.M.De Bondt and Richard H.Thaler, “Does the Stock Market Overreact?” Journal of Finance (1985)

⁸ Werner.F.M.De Bondt and Richard H.Thaler, “Further Evidence On Investor Overreaction and Stock Market Seasonality.” Journal of Finance (1987)

⁹ Donald B. Keim, “Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality.” Journal of Financial Economics(1983)

¹⁰ Marc R. Reinganum, “The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January Empirical Tests for Tax-Loss Selling Effects.” Journal of Financial Economics(1983)

¹¹ K.C.Chan, “The User of Information in Market Values for Estimating Time-Varying Stock Betas.” Working Paper, Faculty of Finance, Ohio State University.(1986)

的改变才造成过度反应现象。

此后，达里得森(Daridson)¹² (1989) 采用纽约证券交易所与美国证券交易所 (AMEX) 上市股票的资料，以回归方法检验过度反应时，结果发现不存在过度反应，显示出股票报酬有“强者恒强、弱者恒弱”现象，不符合过度反应假说；近来，我国证券市场过度反应问题逐渐受到学术界的重视。张人骥、朱平方和怀芳在《经济研究》1998 年第五期发表的“上海证券市场过度反应的实证检验”通过对沪市 48 家上市公司 1993 年 6 月—1996 年 4 月间 722 个交易日数据进行实证检验后认为沪市不存在过度反应现象；沈艺峰、吴世在《经济研究》1999 年第 2 期发表的“我国证券市场过度反应了吗？”通过对深市 60 家上市公司在 1995 年 1 月—1996 年 12 月间的周收益率数据进行研究分析，他们以“配股通知”为中心事件进行实证检验后认为社会公众基本上还是无法遵循“过度反应后市场必然要出现修正”这一逻辑思路来获取超常收益。因此，通过我们所得到的实证检验数据的解释，我们倾向于接受市场有效性假设。”

3. 半过度反应学派

还有一类学者以泽罗温(Zarowin)¹³ 为代表认为虽然存在过度反应现象，但并不能认为市场不有效，且过度反应现象是由别的因素造成的，而不能归结为是由于市场的非有效性造成了过度反应现象。

泽罗温 (1989) 研究股票市场对公司超常利润增长的过度反应，认为是股票的规模效应而不是投资者对公司利润超常增长的反应过度而引起“过度反应”现象。泽罗温 (1990) 进一步的研究发现，在控制公司规模后，赢家组合与输家组合在检验期的异常绩效并无显著差异，故推论赢家组合在形成期的异常绩效优于输家组合的现象，可能是由于规模效应所造成而非过度反应所导致，并且发现长期过度反应的检验易受一月效应所影响。

泽罗温在检验过度反应的方法上与德博特和撒勒研究方法的不同之处在于赢家和输家组合的组成方法上。德博特和撒勒是根据超常收益率来划分赢家和输家组合，而泽罗温则是以每一家样本公司前 5 年的平均正常利润其标准差的系数为标准来构成赢家与输家组合。

在国内学术领域，赵宇龙在《经济研究》1998 年第 7 期刊载的“会计盈余披露的信息含量”，根据上海证券交易所 123 家上市公司于 1993—1996 年间的会计赢余数据的分析提出：“上海股票市场对预期的好消息存在过度反应的现象，而对预期的坏消息存在反应不足的现象。”

那么我国证券市场究竟是否存在过度反应现象呢？在阅读文献中笔者发现所谓过度反应现象的实证研究关键在于两个方面：其一在于对重点事件的确认；其二在于形成期与检验期的时间段确定。本文试图以配股为事件背景，运用连续的时间段进行实证分析求证，以观察上海股票市场是否存在过度反应现象。

第三部分 模型数据

1. 研究方法

¹² Daridson, “A Note on The Behavior of Securities Return: A Test of Stock Market Overreact Unefficiency.” Journal of Financial Research, fall(1989)

¹³ Zarowin, “Does the Stock Market Overreaction to Corporate Earnings Information.” Journal of Finance(1989)

研究过度反应假设的最基本的研究方法就是事件研究法。由于事件的发生对市场上所有股票的股价均产生影响，如果过度反应现象存在的话，那么市场上那些原来资产收益较佳的资产组合（我们称之为赢家组合）事件发生后其资产收益率将明显低于原来资产收益率较差的资产组合（我们称之为输家组合），两种资产组合会产生明显的反向修正现象。

那么如何形成赢家组合和输家组合呢？首先必须确定哪些证券加入何种组合。通过概论部分的介绍，明确了所谓过度反应是相对于正常反应而言的，即市场上存在一个正常的度，或称之为标尺（Bench Mark），本文的实证研究中，笔者认为以上证综合指数所代表的市场收益率（ R_m ）是可以作为标尺的，因为它代表了市场的综合收益情况。如果在一段时间内某一个股票的平均收益率高于市场收益率的幅度越大，则越有可能进入赢家组合；如果其在一段时间内的平均收益率低于市场收益率的幅度越大，则越有可能进入输家组合。言之，即各种股票在一段时期内的异常收益率（CAR）的高低决定其应归入何种资产组合。

在确定了赢家组合和输家组合后，如何确定其组合的资产收益率呢？在这里，我们定义无论是赢家组合还是输家组合，其组合的资产收益率为组合中各证券超常收益率的简单算术周平均。

在一个完全有效市场上，根据法玛对有效市场的假设存在如下数学定义：

$$E(R_{jt} - E_m(R_{jt}|F_{t-1})|F_{t-1}) = E(\mu_{jt}|F_{t-1}) = 0$$

在这里 F_{t-1} 代表在 $t-1$ 时刻的完全信息， R_{jt} 代表证券 j 在 t 时刻的报酬率， $E_m(R_{jt}|F_{t-1})$ 是 R_{jt} 在市场信息集 F_{t-1} 下的条件期望值，所以 $E(\mu_{jt}|F_{t-1})$ 即表示在市场完全信息 F_{t-1} 下任何一种股票的异常报酬的期望值为 0——股价反映了所有的信息；在过度反应现象存在的情况下，事件发生前，由于存在超涨超跌现象，使得股票的实际报酬偏离合理的水平，赢家组合的异常报酬率高于输家组合；而在反向调整时，由于股票价格必定要出现反向修正的现象，输家组合的异常报酬率应大于赢家组合。

由于研究过度反应假设的最基本的研究方法是事件研究法，因此如何确定事件是研究的重点。这里所研究的事件必须是对市场中的所有证券均产生影响的事件。如果某一事件的发生只是针对市场中的部分证券或部分证券产生影响，则不适合为进行研究的事件。本文试图以 1996 年 5 月 1 日、1996 年 8 月 23 日、1997 年 10 月 23 日、1998 年 3 月 25 日、以及 1998 年 7 月 1 日人民银行五次降息作为背景事件(如图 1)，考察降息事件发生前后的股价变化情况，从而研判沪市是否存在过度反应现象。

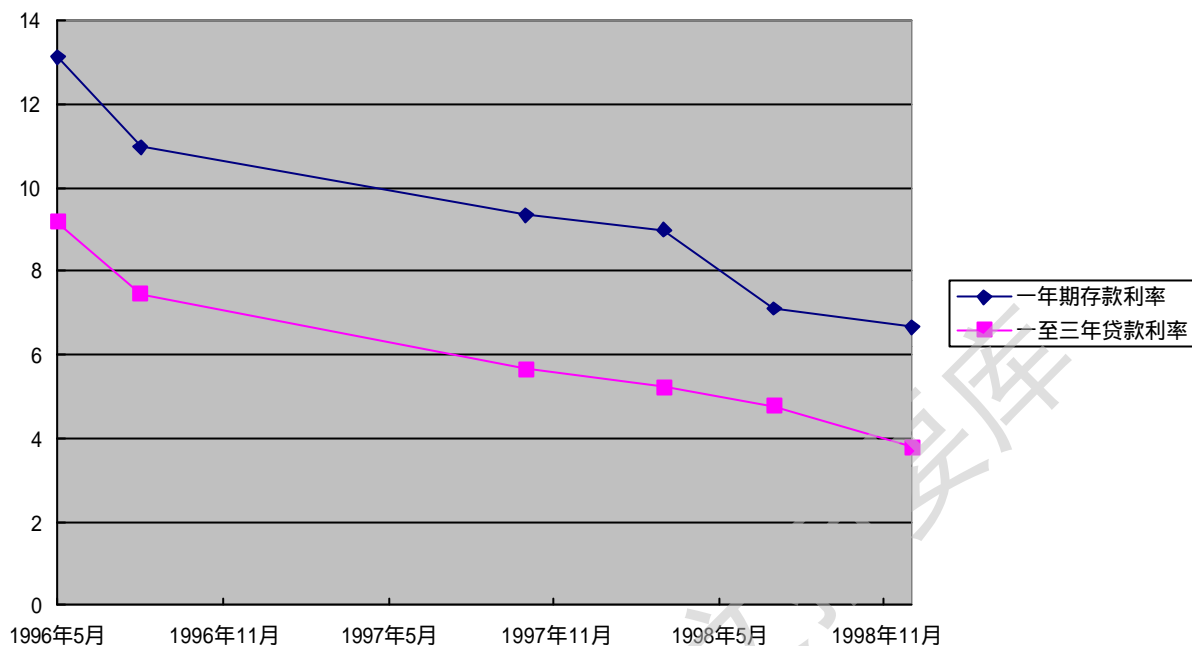


图 1

2. 实证分析

(1) 数据:

本文所采用的数据是根据乾隆股票信息软件提供的上海股市各股周收盘数据为基础, 同时对各股周收盘数据按各上市公司历年送配资料加以复权调整。进入样本库的股票均须符合以下条件:

A: 各股须于 1995 年 1 月 1 日以前在上海证券交易所上市;

B: 各股数据必须满足样本数据的连续性。

根据各上市公司历年送配资料所进行的复权计算分为以下几种情况:

A: 除息:

$$P(t) = P(t-1) + M$$

其中 $P(t)$ 代表复权后的股价;

$P(t-1)$ 代表除息基准价;

M 代表每股所派现金;

B: 送股除权:

$$P(t) = P(t-1) \times (1+S)$$

其中 $P(t)$ 代表复权后的股价;

$P(t-1)$ 代表送股除权基准价;

S 代表每股送股比例;

C: 配股除权:

$$P(t) = P(t-1) \times (1+S_1) - P(S_2) \times S_2$$

其中 $P(t)$ 代表复权后的股价;

$P(t-1)$ 代表配股除权基准价;

S1 代表每股送股比例;

P (S2) 代表配股价;

S2 代表配股比例;

D: 同时有送红、派息、配股的除权;

$$P(t) = P(t-1) \times (1+S1+S2) - S2 \times P(S2) + M$$

其中 P (t) 代表复权后的股价;

P (t-1) 代表除权基准价;

S1 代表每股送股比例;

S2 代表配股比例;

P (S2) 代表配股价;

M 代表每股所派现金;

(2) 时间段划分:

对于“过度反应”假设的实证研究而言,在确定了具体的研究事件后,即可根据事件发生的准确时间划分时间段。按照中国人民银行公布的降息日,可以得到 5 个事件发生点 (T=0),及其相应的形成期和检验期如

序号	时间段	形成期	检验期
1	95.1.1——96.8.22	95.1.1——96.4.30	96.5.1——96.8.22
2	96.5.1——97.10.22	96.5.1——96.8.22	96.8.23——97.10.22
3	96.8.23——98.3.24	96.8.23——97.10.22	97.10.23——98.3.24
4	97.10.23——98.6.30	97.10.23——98.3.24	98.3.25——98.6.30
5	98.3.25——98.12.6	98.3.25——98.6.30	98.7.1——98.12.6

(3) 赢家组合和输家组合的构成:

按照研究方法中所描述的赢家组合和输家组合的形成原则,将超常收益率位于上海证券市场前 20 家和 20 家股票分别归入赢家组合与输家组合中:

首先,计算样本中所有股票各股的周收益率和以上证综合指数代表的市场周收益率:

$$\text{各股周收益率} = (\text{本周收盘价} - \text{前周收盘价}) / \text{前周收盘价}$$

$$\text{市场周收益率} = (\text{本周综指收盘价} - \text{前周综指收盘价}) / \text{前周综指收盘价}$$

第二步,计算样本中所有股票各股的超常周收益率:

$$\text{各股超常周收益率} = \text{各股周收益率} - \text{市场周收益率};$$

第三步,根据各股周平均超常收益率排序形成不同时间段的赢家组合和输家组合,如下:

时间段 1 之资产组合:

赢家组合

股票名称

输家组合

股票名称

股票代码

股票代码

600688	上海石化	600822	物贸中心
600698	济南轻骑	600611	大众出租
600660	福耀玻璃	600834	凌桥股份
600816	鞍山信托	600623	轮胎橡胶
600637	广电股份	600607	联合实业
600609	一汽金杯	600625	水仙电器
600846	同济科技	600842	中西药业
600683	宁波华联	600646	国嘉实业
600673	成量股份	600645	望春花
600669	鞍山合成	600617	联华合纤
600656	浙江凤凰	600666	西南药业
600852	中川股份	600606	嘉丰股份
600668	尖峰集团	600608	异型钢管
600812	华北制药	600639	浦东金桥
600813	鞍山一工	600618	氯碱化工
600677	浙江中汇	600633	双鹿股份
600809	山西汾酒	600613	永生股份
600839	四川长虹	600825	时装股份
600855	北旅汽车	600680	邮通设备
600672	欧亚农业	600841	上柴股份

时间段 2 之资产组合:

赢家组合 股票代码	股票名称	输家组合 股票代码	股票名称
600631	第一百货	600676	交运股份
600821	津劝业	600672	欧亚农业
600800	天津磁卡	600845	上海钢管
600865	百大集团	600673	成量股份
600814	杭州解百	600855	北旅汽车
600677	浙江中汇	600691	东新电碳
600826	兰生股份	600656	浙江凤凰
600649	原水股份	600661	南洋实业

600664	哈医药	600846	同济科技
600844	英雄股份	600657	北京天桥
600812	华北制药	600809	山西汾酒
600811	东方集团	600822	物贸中心
600683	宁波华联	600636	三爱富
600859	王府井	600804	工益股份
600663	陆家嘴	600843	上工股份
600643	爱建股份	600647	粤海发展
600698	济南轻骑	600831	黄河科技
600642	申能股份	600603	兴业房产
600690	青岛海尔	600606	嘉丰股份
600839	四川长虹	600669	鞍山合成

时间段 3 之资产组合:

赢家组合 股票代码	股票名称	输家组合 股票代码	股票名称
600644	乐山电力	600819	耀皮玻璃
600668	尖峰集团	600677	浙江中汇
600824	益民百货	600683	宁波华联
600666	西南药业	600835	上菱电器
600804	工益股份	600696	福建豪盛
600642	申能股份	600844	英雄股份
600653	申华实业	600814	杭州解百
600654	飞乐股份	600650	新锦江
600607	联合实业	600695	大江股份
600615	丰华圆珠	600613	永生股份
600690	青岛海尔	600625	水仙电器
600851	海欣股份	600617	联华合纤
600802	福建水泥	600836	界龙实业
600842	中西药业	600684	珠江实业
600803	河北威远	600679	凤凰股份
600810	神马实业	600855	北旅汽车
600629	凌光实业	600841	上柴股份
600658	北京天龙	600648	外高桥
600839	四川长虹	600822	物贸中心

600800

天津磁卡

600628

新世界

时间段 4 之资产组合:			
赢家组合 股票代码	股票名称	输家组合 股票代码	股票名称
600605	轻工机械	600816	鞍山信托
600621	上海金陵	600828	成商集团
600836	界龙实业	600811	东方集团
600670	北华联	600808	马钢股份
600656	浙江凤凰	600639	浦东金桥
600647	粤海发展	600690	青岛海尔
600649	原水股份	600688	上海石化
600800	天津磁卡	600663	陆家嘴
600620	联农股份	600694	大连商场
600820	隧道股份	600852	中川国际
600606	嘉丰股份	600842	中西药业
600825	时装股份	600826	兰生股份
600691	东新电碳	600683	宁波华联
600645	望春花	600832	东方明珠
600661	南洋实业	600853	北满特钢
600671	天目药业	600648	外高桥
600601	延中实业	600600	青岛啤酒
600657	北京天桥	600631	第一百货
600676	交运股份	600604	二纺机
600646	国嘉实业	600664	哈医药

时间段 5 之资产组合:			
赢家组合	股票名称	输家组合	股票名称
股票代码		股票代码	
600602	真空电子	600839	四川长虹
600679	凤凰股份	600821	津劝业
600604	二纺机	600812	华北制药
600820	隧道股份	600831	黄河科技
600680	邮通设备	600642	申能股份
600832	东方明珠	600643	爱建股份
600863	内蒙华电	600690	青岛海尔
600676	交运股份	600826	兰生股份
600603	兴业房产	600688	上海石化
600636	三爱富	600646	国嘉实业
600677	浙江中汇	600859	王府井
600657	北京天桥	600808	马钢股份
600652	爱使股份	600854	春兰股份
600691	东新电碳	600698	济南轻骑
600627	电器股份	600665	沪昌特钢
600672	广华化纤	600666	西南药业
600674	四川峨铁	600843	上工股份
600615	丰华圆珠	600824	益民百货
600857	宁波中百	600694	大连商场
600669	鞍山合成	600664	哈医药

第四步：在形成不同时间段内的各赢家组合与输家组合后，计算上述资产组合中的各股在检验期内的周平均收益率。（如附录）

第五步：计算各时间段内不同的赢家组合与输家组合分别在形成期与检验期内的累积平均超额收益率及统计值，如下：

时间段1		形成期	检验期
赢家组合	平均值	0.012362	-0.0019224
	标准差	0.0034306	0.02695439
输家组合	平均值	-0.004865	-0.0120588
	标准差	0.0009438	0.01047053
假设检验		T 值	P 值
CARL(t+1)-CARW(t+1)>0		-1.57	0.065
CARW(t+1)-CARW(t)<0		-1.57	0.93

CARL(t+1)-CARL(t)>0 0.00 0.50
 $\alpha=0.05$

时间段2		形成期	检验期
赢家组合	平均值	0.0303508	0.00230238
	标准差	0.0129602	0.0097234
输家组合	平均值	-0.026182	0.00026452
	标准差	0.0051679	0.00432972

假设检验 T 值 P 值
 CARL(t+1)-CARW(t+1)>0 -0.86 0.80
 CARW(t+1)-CARW(t)<0 -7.74 0.00
 CARL(t+1)-CARL(t)>0 17.54 0.00
 $\alpha=0.05$

时间段3		形成期	检验期
赢家组合	平均值	0.0144714	0.00168919
	标准差	0.00392	0.00883537
输家组合	平均值	-0.007943	0.0039385
	标准差	0.0022188	0.00818782

假设检验 T 值 P 值
 CARL(t+1)-CARW(t+1)>0 0.84 0.20
 CARW(t+1)-CARW(t)<0 -5.91 0.00
 CARL(t+1)-CARL(t)>0 6.26 0.00
 $\alpha=0.05$

时间段4		形成期	检验期
赢家组合	平均值	0.0278997	0.01203089
	标准差	0.012712	0.01439755
输家组合	平均值	-0.009075	0.00317847
	标准差	0.0024991	0.01387774

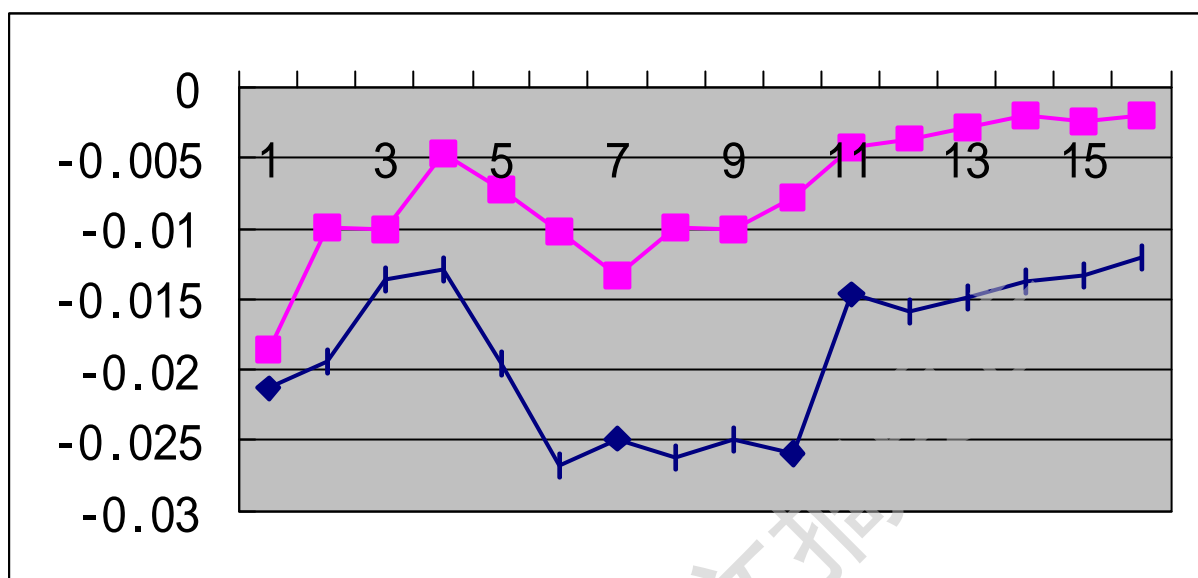
假设检验	T 值	P 值
$CARL(t+1) - CARW(t+1) > 0$	-1.98	0.97
$CARW(t+1) - CARW(t) < 0$	3.89	1.0
$CARL(t+1) - CARL(t) > 0$	-3.69	1.0
$\alpha = 0.05$		

时间段5		形成期	检验期
赢家组合	平均值	0.0384827	4.43E-05
	标准差	0.0153335	0.00800896
输家组合	平均值	-0.013405	0.00049788
	标准差	0.0060799	0.00563002

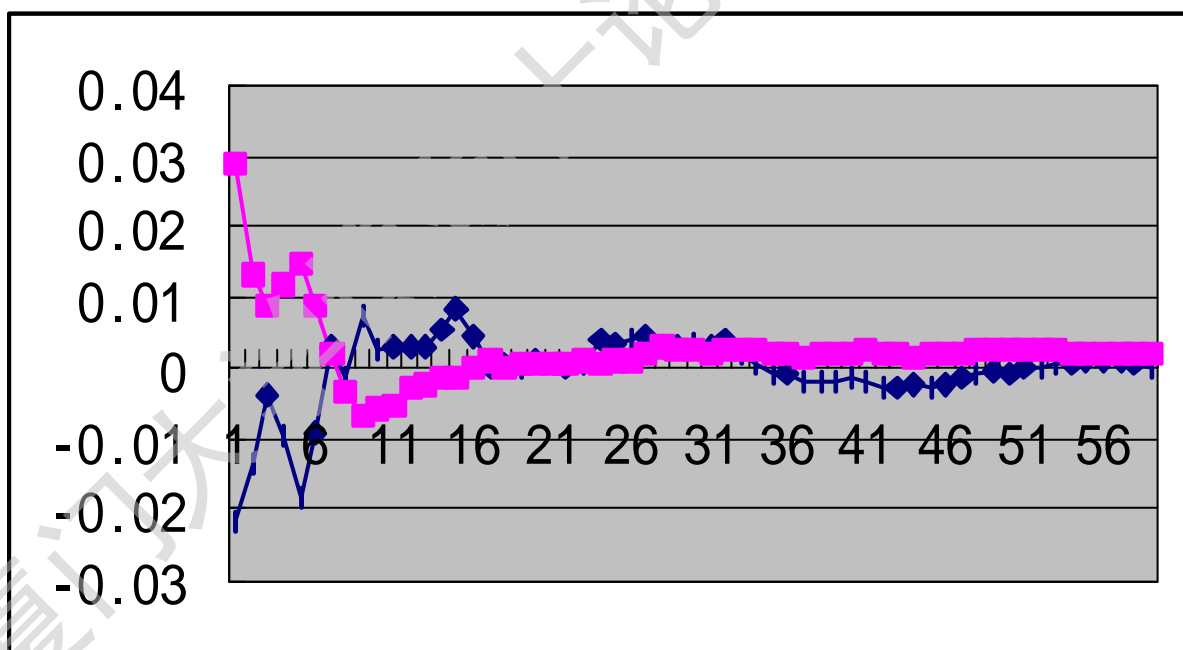
假设检验	T 值	P 值
$CARL(t+1) - CARW(t+1) > 0$	0.21	0.42
$CARW(t+1) - CARW(t) < 0$	-9.94	0.00
$CARL(t+1) - CARL(t) > 0$	7.50	0.00
$\alpha = 0.05$		

3、实证结果

以上实证检验结果显示，五个时间段内出现了三种结果：在第一时间段赢家组合出现了明显的反向修正，但是输家组合却并未反应出明显的反向修正现象，表现出明显的强者不强，弱者恒弱的现象，符合达里德（1989）及沈艺峰、吴世农文献中的所述观点；在第二及第四时间段实证结果显示无论赢家组合还是输家组合均表现出明显的反向修正现象，符合过度反应现象中的一个条件，但实证结果并未支持 $CARL(T+1) - CARW(T) > 0$ 这一条件，在检验期间，赢家组合仍然保持着对输家组合较高的超常收益率一表现出“强者不强，弱者不恒弱”的现象；总体来看，第一、二、四时间段的实证检验并不支持过度反应假设。但是在第三、五时间段检验期实证结果显示无论赢家组合还是输家组合均表现出明显的反向修正现象，符合过度反应现象中的一个条件，为重要的是实证结果支持 $CARL(T+1) - CARW(T+1) > 0$ 这一条件，表现出过度反应现象，这也是迄今为止研究过度反应理论首次用实证方法在某一时间段内发现过度反应现象。总之对于时间段 3 和时间段 5 来说存在明显的过度反应现象；而对于时间段 1、时间段 2 及时间段 4 来说，虽然也出现赢家组合或输家组合存在反向修正，但是在检验期间，赢家组合仍然保持着对输家组合较高的超常收益率。表现出一种“强者恒强，弱者恒弱”或“强者不强，弱者恒弱”的现象。（以上统计结果图示如下）



时间段 1 检验期赢家组合及输家组合平均周超常收益率



时间段 2 检验期赢家组合及输家组合平均周超常收益率

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库